

Note

« Les paradoxes d'une expansion en période de déflation »

Yves Rabeau

L'Actualité économique, vol. 62, n° 4, 1986, p. 620-628.

Pour citer cette note, utiliser l'information suivante :

URI: <http://id.erudit.org/iderudit/601394ar>

DOI: 10.7202/601394ar

Note : les règles d'écriture des références bibliographiques peuvent varier selon les différents domaines du savoir.

Ce document est protégé par la loi sur le droit d'auteur. L'utilisation des services d'Érudit (y compris la reproduction) est assujettie à sa politique d'utilisation que vous pouvez consulter à l'URI <http://www.erudit.org/apropos/utilisation.html>

Érudit est un consortium interuniversitaire sans but lucratif composé de l'Université de Montréal, l'Université Laval et l'Université du Québec à Montréal. Il a pour mission la promotion et la valorisation de la recherche. Érudit offre des services d'édition numérique de documents scientifiques depuis 1998.

Pour communiquer avec les responsables d'Érudit : erudit@umontreal.ca

Les paradoxes d'une expansion en période de déflation

Yves RABEAU

*Département de sciences économiques
Université de Montréal*

La reprise dure maintenant depuis quatre ans. La croissance économique devrait, bien que de façon plus hésitante, se poursuivre en 1987. Il serait bon à ce stade-ci de l'expansion de prendre un certain recul par rapport à la conjoncture et d'essayer d'interpréter la nature du présent cycle.

I — AMPLEUR DE L'EXPANSION ET LA DÉFLATION

Des taux de croissance de la production assez élevés, enregistrés au cours de 1984 et 1985 ont pu donner l'impression que la présente expansion était particulièrement robuste. Mais, si on compare le présent cycle allant du milieu de 1981 à aujourd'hui aux cycles complets de la dernière décennie, soit celui de 1969 à 1974 et de 1975 à 1979, on constate plutôt que la croissance nette enregistrée au cours de l'expansion en cours a été relativement modérée. En effet, la dernière année d'expansion a permis de ramener un indice d'activité ayant une valeur 100 au sommet du cycle précédent (1981-II=100) à un niveau qui est de 11% inférieur à celui atteint à l'occasion du cycle de 1969-1974 et de 5% inférieur à celui de 1975-1979. Ainsi, en dépit de taux de croissance élevés en 1984 et 1985, *le profil du présent cycle se situe nettement en-dessous de celui des précédents cycles récents.*

Une autre caractéristique de l'expansion a trait au comportement des prix. Au cours des cycles récents, la croissance des prix a fléchi en général au cours de la phase de contraction du cycle et cette désinflation atteint un creux dans les premiers trimestres de l'expansion; puis, on note une montée assez sensible du taux d'inflation jusqu'à la fin de l'expansion (B. O'Reilly, W. White et R. Ford, 1986). Dans le cas du présent cycle, le comportement du taux d'inflation a été assez exceptionnel. Après avoir atteint 11% au début de la récession, le taux d'inflation (mesuré par des variations de l'indice du dégonfleur de la DNB) a amorcé une descente qui s'est poursuivie en dépit de la croissance de l'activité

Cet article est une version révisée d'une conférence présentée au Cercle des banquiers internationaux de Montréal. L'auteur remercie P. Fortin pour ses commentaires. L'auteur a bénéficié d'une subvention C.A.F.I.R. de l'Université de Montréal pour la préparation de cet article.

amorcée en 1983. Puis il s'est stabilisé, pendant près de trois ans, autour de 3-3,5%. En 1986, il y a eu un relèvement modéré du taux d'inflation mais qui demeure bien inférieur à celui observé dans les reprises de la décennie précédente. *La présente reprise est donc marquée par une désinflation prononcée.*

Une croissance économique en-deçà de la tendance observée au cours des cycles récents conjuguée à une baisse ou encore à une stabilité du taux d'inflation qui ne s'était pas vue au cours des deux dernières décennies s'est accompagnée de divers phénomènes que nous allons examiner.

II — LE COMPORTEMENT DE LA DEMANDE PRIVÉE

D'abord, contrairement aux reprises antérieures, le secteur extérieur et en particulier les exportations vers les États-Unis ont constitué une source majeure de la croissance économique jusqu'en 1985. La faiblesse du dollar canadien et la vigoureuse progression de la demande aux États-Unis ont permis aux exportations canadiennes de connaître une forte croissance. Le net ralentissement de l'avance de l'activité en 1986 a d'ailleurs été associé en partie à la stagnation de nos exportations. Même si le secteur extérieur a joué un rôle moteur dans la présente reprise, il faut toutefois souligner que les ventes des matières premières dans un marché international très compétitif, peu vigoureux et affligé d'excès de capacité de production ont stagné tout au long de la reprise de sorte que certains secteurs dans le domaine des produits de base n'ont pas participé à la croissance de l'ensemble de l'économie canadienne. De façon générale, la vigueur du secteur extérieur a partiellement compensé la faiblesse de la demande intérieure.

Consommation

La consommation a progressé de façon soutenue de 1983 à 1985, ce qui a permis de compenser pour le recul important des dépenses des ménages, en particulier les achats de biens durables au moment de la récession. Toutefois, le profil de croissance de la consommation *reste inférieur à celui enregistré au cours du cycle allant de 1969 à 1974.* Fait remarquable, le taux d'épargne jusqu'en 1985 est demeuré très élevé; ce n'est qu'à la mi-86 que l'on a observé une baisse sensible du taux d'épargne qui a permis à la consommation de s'accroître de plus de 3% en 1986. Le maintien d'un taux d'épargne exceptionnellement élevé peut s'expliquer en partie par les incitations fiscales à épargner, mais est aussi le résultat d'autres facteurs:

- les ménages comme les entreprises sont demeurés très prudents après avoir vu les effets de la Grande Récession. Les craintes de perte d'emploi et les difficultés de se trouver un emploi alors que le taux de chômage est demeuré obstinément élevé ont incité les ménages à la prudence et à dépenser à un rythme plus modéré que par le passé;

- les taux d'intérêt réels qui par leur niveau très élevé au moment de la récession avaient incité les ménages à augmenter leur taux d'épargne, se sont maintenus à un niveau fort élevé au cours de la reprise; des taux d'intérêt réels aussi considérables comparativement aux deux dernières décennies ont freiné la reprise de la consommation et incité les consommateurs à maintenir leur taux d'épargne à un niveau élevé.

À cet égard, il faut remarquer que les taux d'intérêt réels sont demeurés aux États-Unis à un niveau inférieur à ceux du Canada mais néanmoins élevés par rapport à celui des cycles précédents. La consommation aux États-Unis ne semble pas avoir été aussi affectée qu'au Canada par les taux d'intérêt élevés alors que le taux d'épargne américain a été à un bas niveau au cours de la reprise. Cette différence peut s'expliquer notamment par le fait que les intérêts sur emprunt pour certains achats de biens durables sont déductibles d'impôt aux États-Unis et aussi par le fait que les incitations fiscales à épargner sont moins importantes aux États-Unis comparativement au Canada. De plus, le degré de confiance des ménages à l'égard de la reprise économique alimentée par des coupures d'impôt et une forte expansion budgétaire a été plus élevé qu'au Canada et s'est traduit par une croissance plus robuste des dépenses de consommation.

Par ailleurs, les consommateurs depuis 1983 ont dû affronter les effets de la déflation en période de reprise. Ainsi, les taux nominaux de salaire depuis 1984 ont augmenté à un rythme d'abord égal puis inférieur depuis les derniers trimestres à l'inflation. L'ensemble des travailleurs ont ainsi subi une baisse de leur pouvoir d'achat réel au cours des deux dernières années. Cette tendance n'est pas prête d'ailleurs à se modifier de façon appréciable; les enquêtes sur les salaires pour 1987 montrent que les augmentations prévues pour l'année en cours seront en général quelque peu inférieures au taux d'inflation. En conséquence, cette stagnation du pouvoir d'achat réel des ménages n'a pas été propice à la croissance de la consommation.

Le marché du travail et la situation concurrentielle des entreprises n'ont pas été favorables dans la conjoncture de déflation à une croissance des salaires réels. Dans un marché des biens et services devenu très compétitif depuis 1982, les entreprises ont dû minimiser les hausses de prix et comprimer leurs coûts salariaux. Alors que les gains de productivité se sont accrus, la reprise n'a été que modérément créatrice d'emplois et ainsi, il existe encore un excédent appréciable d'offre de main-d'œuvre sur le marché du travail. Ces facteurs ont contribué à freiner la croissance des salaires.

Il faut souligner ici que sous l'effet de l'introduction de nouvelles technologies et d'efforts de rationalisation des entreprises dont nous parlons plus loin, la croissance de la productivité (définie ici comme le PIB en dollars constants par personne employée) qui s'établissait pour la période allant de 1976 à 1981 à un taux moyen annuel de seulement 0,3% est passée à environ 1,7% par année de 1982 à 1986. Au cours de la période de stagflation de 1976-1987, la croissance élevée des salaires nominaux servait en grande partie à couvrir les taux élevés

d'inflation alors que la progression réelle des taux de salaire était faible et reflétait en fait la léthargie des gains de productivité. Puis, au cours de la présente reprise, les gains plus élevés de productivité *ont servi essentiellement à restaurer les marges bénéficiaires* des entreprises. Ceci a permis d'améliorer les états financiers de ces dernières qui étaient dans un état désastreux à la fin de 1982; les gains de productivité ont aussi permis d'accroître la capacité concurrentielle des firmes au moment où s'est intensifiée la compétition sur le marché national et international. Les travailleurs ont donc peu bénéficié du redressement de la productivité dans la présente expansion.

Investissements

Ce sont surtout les investissements des entreprises qui ont contribué à la faiblesse de la demande intérieure. Après une chute importante au cours de la récession, les investissements des entreprises ont stagné jusqu'en 1984 et ont amorcé une reprise modérée et hésitante en 1985. Cette reprise a déjà manqué de souffle en 1986 alors qu'en termes réels les dépenses en capital des entreprises ont connu une croissance nulle. Au cours des cycles précédents, on notait qu'en général au milieu de la période de reprise, les investissements connaissaient une croissance vigoureuse qui durait jusqu'à la fin de l'expansion. Le cheminement des dépenses en capital depuis 1983 se situe donc bien en-deçà du profil observé dans les expansions précédentes.

Comment expliquer cette léthargie des immobilisations au Canada? En plus des facteurs de courte période comme le coût élevé du capital sur le marché et la faiblesse de la demande dans certains secteurs au Canada et à l'étranger, des éléments à plus long terme et qui ont trait aux perspectives même de l'économie canadienne en longue période sont aussi responsables de la faiblesse du secteur des investissements.

En fait, depuis le début de la reprise, sauf surtout dans les secteurs reliés à l'exportation ou à certaines technologies de pointe, il n'y a eu que peu d'expansion des capacités de production au Canada alors que les taux d'utilisation dans plusieurs secteurs demeurent relativement bas. Dans le présent contexte de déflation et après que les entreprises aient eu en 1980, 1981 et à un degré moindre 1982 absorbé de fortes hausses de leur coût de production, il a été nécessaire de trouver les moyens de restaurer la capacité concurrentielle de ces dernières. Cette pression a été d'autant plus forte que la récession de 1982 a accru partout sur la scène internationale la compétitivité des marchés et fait apparaître des excédents de capacité de production. Dans ces conditions, les entrepreneurs ont dû déployer depuis 1982 des efforts à plusieurs niveaux:

- réduction des bureaucraties;
- amélioration de la gestion des stocks;
- investissements de modernisation et de changement de technologies.

C'est pourquoi les dépenses en machineries et équipements ont progressé depuis plus de deux ans tandis que la construction non résidentielle a périclité. Dans ce contexte, les investissements ont servi par des accroissements de productivité à protéger la capacité concurrentielle des entreprises.

Rentabilité des entreprises

Même si les gains de productivité ont principalement servi à rétablir les marges bénéficiaires, néanmoins la situation financière des entreprises n'est pas revenue à ce qu'elle était au sommet de 1981. La part des bénéfices dans le PNB a remonté jusqu'à 10% en 1984 et 1985 et se situera autour de 9% en 1986, alors qu'elle atteignait plus de 11% en 1981. Le taux de rendement en termes réels sur l'avoir des actionnaires a oscillé autour de 5% en 1986 comparativement à plus de 6,5% avant la récession. Enfin d'autres ratios financiers n'ont pas encore atteint leur niveau d'avant récession. Les redressements au niveau de la gestion des firmes et de leur modernisation n'ont pas encore permis à l'ensemble des corporations canadiennes de retrouver leur structure financière d'avant-récession. *Le secteur des entreprises souffre donc comme celui des ménages des effets de la déflation et d'une reprise en-deçà des tendances passées.*

Évidemment, il s'agit de résultats macroéconomiques. Certains secteurs en particulier comme ceux de l'énergie et des matières premières ne sont guère remis des effets de la récession et la surcapacité mondiale de production dans ces domaines ont fait chuter les investissements au pays de façon dramatique. En revanche, certains secteurs reliés aux exportations aux États-Unis (comme les pâtes et papier) ont connu des hausses appréciables de bénéfices et ont pu procéder à des investissements. On constate en fait que la reprise s'accompagne d'écarts sectoriels et donc régionaux nettement plus marqués qu'au cours de la dernière décennie. À cet égard, il faut souligner que l'Ontario à la fin de 1986 avec un taux de chômage de 6,8% est pratiquement revenu à son niveau d'utilisation des ressources d'avant-récession. Alors que cette région fonctionne à peu près au plein emploi, les régions de l'Ouest (Prairies et Colombie-Britannique) avaient à la fin de 1986 un taux de chômage qui était à peu près le double de celui de 1981.

III — FINANCES PUBLIQUES

Le redressement des finances publiques généralement observé au cours des cycles précédents ne s'est pas opéré au cours de la présente reprise. Les gouvernements, et en particulier l'administration centrale, ont aussi écopé d'une reprise plus faible que la moyenne et de la modération sensible de l'inflation. Ils n'ont pas encore réussi à vraiment changer des habitudes de fortes dépenses acquises au cours des années '70 alors que l'on surestimait largement la croissance potentielle de l'économie canadienne. En particulier, le gouvernement fédéral espérait recevoir des revenus fabuleux de l'exploitation des ressources pétrolières de l'Ouest canadien; plusieurs engagements de dépenses se sont faits sur la base de telles prévisions qui ne se sont jamais matérialisées.

Les conséquences de cette surestimation du potentiel de croissance et d'une reprise en-deçà de la tendance sur les équilibres financiers du gouvernement fédéral sont impressionnantes. Le déficit du gouvernement fédéral qui avait fléchi sous le cap des 10 milliards de \$ au moment de la courte reprise de 1981 a plus que doublé en 1982 et a continué de s'accroître pour atteindre 35 milliards de \$ en 1985; en 1986, il y a eu une baisse marginale du déficit qui devrait atteindre 33 milliards de \$. Le stock de dettes publiques est passé de 20% à plus de 40% du PIB sur la même période. Le gouvernement éprouve ainsi au cours de la présente reprise une très grande difficulté à reprendre le contrôle de ses finances.

Cette explosion de l'endettement public a des conséquences importantes sur la nature de la présente reprise et aussi sur l'évolution à moyen terme de l'économie canadienne. À court terme, une grande partie de l'épargne au Canada sert à financer les dépenses courantes des gouvernements. En fait, le déficit du gouvernement fédéral à lui seul équivaut à 75% de l'épargne déjà élevée des ménages. La place importante occupée par le gouvernement fédéral sur les marchés financiers a pu exercer certaines pressions sur les taux d'intérêt. Mais, comme nous l'indiquons plus loin, l'effet des déficits sur le coût du capital provient plutôt des attentes à moyen terme des investisseurs en ce qui a trait aux conséquences de l'utilisation de l'épargne à des fins autres que la formation de capital.

À moyen terme, l'impasse dans laquelle se retrouvent les gouvernements dans la présente reprise aura des effets importants sur la croissance de notre capacité de production. Le maintien de déficits importants et le financement des dépenses courantes par l'emprunt reportent à plus tard l'effort nécessaire pour réduire les dépenses ou augmenter les impôts et ainsi faire en sorte que la population canadienne vive au niveau de ses moyens en matière de services publics. Ceci vient assombrir les perspectives de croissance de l'économie canadienne et réduire l'attrait du Canada comme lieu d'investissement.

IV — LA POLITIQUE MONÉTAIRE ET LES TAUX D'INTÉRÊT

Le comportement des taux réels d'intérêt constitue une autre idio-syncrasie majeure de la présente reprise. De façon typique, les taux d'intérêt baissent au cours de la récession et se situent à un niveau assez bas et même parfois négatif en termes réels en début de reprise. Ce n'est que plus tard au cours du cycle lorsque la demande de fonds s'accroît que les taux se remettent à monter. Or, en termes réels, les taux ont augmenté du début de la reprise jusqu'en 1985. Ils ont ensuite amorcé une lente et faible descente et sont demeurés pour une bonne partie de 1986 à un niveau encore élevé en comparaison de leur niveau des deux dernières décennies. *Ce comportement inhabituel des taux d'intérêt a nettement freiné tout le processus de la reprise.* Il a freiné la croissance des dépenses des ménages et de la construction résidentielle; il a obligé les entreprises à comprimer leur coût, à limiter leurs inventaires et à modérer leurs dépenses en capital.

Le Canada a été tributaire de la politique nord-américaine en matière de taux d'intérêt et la Banque du Canada a dû épouser l'approche du gradualisme de P. Volcker qui a consisté à réduire très lentement les taux d'intérêt de façon à convaincre les marchés financiers que l'inflation était vraiment sous contrôle. En fait, après la période de forte inflation que l'on venait de connaître, il n'était pas possible pour la Federal Reserve de convaincre les prêteurs que l'inflation était battue et de laisser s'accroître la masse monétaire en début de reprise. Toute hausse rapide de l'offre monétaire aurait pu relancer les attentes inflationnistes (J.A. Frenkel, 1983). Notamment, une création monétaire bien au-delà des cibles de la Federal Reserve aurait amené les marchés financiers à prévoir une correction des autorités monétaires et à escompter un resserrement accompagné d'une hausse des taux d'intérêt. Une expansion monétaire trop vigoureuse aurait pu aussi faire monter les taux nominaux.

La Banque du Canada s'est d'abord enlignée sur la politique monétaire américaine de sorte que du début de la récession à la mi-84, l'offre de monnaie en termes réels (M2) est demeurée à peu près stable alors que le taux d'intérêt réel atteignait des niveaux records. Par la suite, la Banque du Canada, comme le précise le gouverneur dans ses rapports annuels, a tenté de réduire l'écart entre les taux américains et canadiens. Ces tentatives ont échoué et se sont traduites par des « bulles spéculatives » sur le dollar canadien. La plus récente remonte en février '86 alors que la Banque a dû accroître rapidement les taux pour enrayer la fièvre spéculative.

C'est ici qu'apparaît à nouveau la question du déficit budgétaire. Un des facteurs qui a pu expliquer la faiblesse du dollar canadien depuis le début de la reprise a été le maintien d'un déficit très élevé par le gouvernement fédéral. Les investisseurs s'attendent à recevoir une prime sur les taux d'intérêt canadiens par rapport aux taux américains à l'avenir à cause des difficultés d'ajustement que le Canada est en voie d'affronter face au déséquilibre des finances publiques. Lorsque par la politique monétaire on essaie de réduire sensiblement cette prime, le taux de change devient la cible des spéculateurs et la Banque doit retraiter devant les pressions du marché financier. En raison de nos importants liens financiers avec l'extérieur et de l'importance accordée à une devise stable en période de déflation, *le Canada a dû absorber un coût du capital à prime qui a affaibli l'expansion économique jusqu'à la seconde moitié de l'année 1986.*

Les développements récents à la fin de '86 et au début de '87 sur les marchés financiers ont permis de poursuivre la baisse des taux d'intérêt. La faiblesse du dollar américain sur le marché des changes conjuguée à d'importantes entrées de capitaux au Canada (en particulier, en provenance du Japon) s'est traduite par une hausse modérée du dollar canadien. En fait, la Banque du Canada a poursuivi sa politique de lissage des fluctuations de notre devise. Les pressions provenant du marché international ont été absorbées en partie par une hausse de la valeur de notre dollar, en partie par une réduction de l'écart de nos taux d'intérêt par rapport à ceux des États-Unis et en partie par une hausse de nos

réerves de change qui se sont accrues de près de 1 milliard au quatrième trimestre de 1986 (la plus forte hausse depuis le début de la reprise).

Cette baisse des taux d'intérêt devrait permettre d'allonger la période de reprise jusqu'en 1988. Mais il s'agit d'une situation potentiellement instable puisqu'il suffirait que les pressions en baisse sur le dollar américain deviennent trop fortes aux yeux de la Federal Reserve pour déclencher une remontée des taux d'intérêt.

V — QUELQUES CONCLUSIONS

Ces diverses réflexions suggèrent que la présente période d'expansion est assez différente de celles observées dans l'après-guerre au Canada. C'est qu'à travers ce cycle conjoncturel, la structure de l'économie canadienne est en pleine mutation. Les secteurs des produits de base qui traditionnellement connaissent un fort regain d'activité en période de reprise n'ont plus leur dynamisme d'antan et le Canada perd du terrain sur les marchés mondiaux marqués par une surcapacité de production. Les agents économiques du secteur privé et public qui avaient surestimé la capacité de croissance à moyen terme de l'économie canadienne doivent maintenant procéder à divers ajustements dont certains sont parfois douloureux pour se conformer à une révision à la baisse des perspectives de croissance du Canada. Le Canada doit aussi absorber les effets des changements technologiques qui se sont accélérés depuis quelques années et affronter une concurrence internationale accrue. Ces ajustements ne se font pas de façon instantanée et comportent des coûts.

Quelques inconnues importantes subsistent alors que le processus de reprise tire à sa fin et qu'une pause de l'économie est prévisible pour l'an prochain. On ne sait pas encore jusqu'où pourra aller le mouvement protectionniste américain. La querelle récente sur le bois d'œuvre pourrait s'étendre à d'autres secteurs et mettre en péril la survie d'entreprises qui ont en particulier bénéficié des multiples programmes de subvention qui ont connu une croissance explosive dans les années soixante-dix. L'aboutissement des pourparlers sur le libre-échange demeure aussi inconnu. On ne sait pas non plus ce que sera l'effet de la réforme fiscale aux États-Unis sur l'évolution de la conjoncture.

Au Canada, on ne sait pas encore quelle sera la nature précise de la réforme fiscale bien que l'on connaisse ses principes directeurs. On connaît très bien cependant les contraintes dans lesquelles se retrouve l'administration fédérale. La réforme pourra modifier quelque peu la répartition du fardeau des impôts entre les agents économiques mais on ne saurait anticiper de la réforme un stimulus macroéconomique. Le budget présenté en février '87 est de nature neutre et ne devrait pas avoir une incidence sur la croissance en 1987.

Il y a donc encore beaucoup d'éléments importants à surveiller dans un environnement économique qui a déjà passablement changé par rapport à la précédente décennie.

BIBLIOGRAPHIE

FRENKEL, J.A., « Monetary Policy: Domestic Targets and International Constraints », *American Economic Review*, Papers and Proceedings, mai 1983.

O'REILLY, B., W.R. WHITE, R. FORD, « Price Flexibility and Business Cycle Fluctuations in Canada : A Survey », dans *Postwar Macroeconomic Developments*, J. Sargent research Coordinator, Vol. 20, Royal Commission on the Economic Union and Development Prospects for Canada, Minister of Supply and Services, Ottawa, 1986.

Rapport du Gouverneur de la Banque du Canada, annuel.

Revue de la Banque du Canada, mensuelle.

THÉORET, R., « Déflation et reprise », *Le Banquier*, Association canadienne des banquiers, décembre 1986.

Statistique Canada, Comptes nationaux, Cat. 13-001.

Statistique Canada, Industrial Corporations, Cat. 61-003.

Statistique Canada, Financial Flow, Cat. 13-002.

WILSON, M., *Le discours du budget*, ministère des Finances, Ottawa, 18 février 1987.